

*На правах рукописи*

**Лебедев Олег Владимирович**

**ФОРМИРОВАНИЕ АКЦИОНЕРНОЙ СТОИМОСТИ НА  
НЕСОВЕРШЕННОМ РЫНКЕ КАПИТАЛА**

**Специальность 08.00.10 –  
Финансы, денежное обращение и кредит**

**Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук**

**Казань – 2015**

Работа выполнена на кафедре финансов организаций ФГАОУ ВО «Казанский (Приволжский) федеральный университет»

Научный руководитель: **Анкудинов Андрей Борисович**  
кандидат физико-математических наук, доцент  
ФГАОУ ВО «Казанский (Приволжский)  
федеральный университет», доцент кафедры  
финансов организаций

Официальные оппоненты: **Смагин Игорь Иванович**  
доктор экономических наук, профессор  
ФГБОУ ВПО «Тамбовский государственный  
университет имени Г.Р. Державина»,  
профессор кафедры финансов и банковского  
дела

**Парусимова Надежда Ивановна**  
доктор экономических наук, профессор  
ФГБОУ ВПО «Оренбургский  
государственный университет»,  
заведующая кафедрой банковского дела и  
страхования

Ведущая организация: **ФГБОУ ВПО «Уральский государственный  
экономический университет»**

Защита состоится 26 декабря 2015 года в 10.00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.081.29 при ФГАОУ ВО «Казанский (Приволжский) федеральный университет» по адресу: 420012, г. Казань, ул. Щербаковский переулок, д. 1, Зал заседаний Ученого совета Института управления, экономики и финансов.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке и на официальном сайте ФГАОУ ВО «Казанский (Приволжский) федеральный университет».

Сведения о защите, автореферат и диссертация размещены на официальных сайтах ВАК Министерства образования и науки РФ <http://www.vak.ed.gov.ru> и ФГАОУ ВО «Казанский (Приволжский) федеральный университет» [www.kpfu.ru](http://www.kpfu.ru).

Автореферат разослан 2 ноября 2015 года.

Ученый секретарь  
диссертационного совета,  
кандидат экономических наук, доцент



Г.Н. Исмагилова

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Проблемы в области мобилизации долгосрочных финансовых ресурсов существенным образом ограничивают возможности модернизации российских компаний и устранения структурных дисбалансов отечественной экономики. В условиях замедления экономического роста, нестабильности на финансовых рынках, внешних шоков от падения цен на основные экспортные товары необходима активизация рыночных инструментов мобилизации финансовых ресурсов резидентов-сберегателей. Одним из наиболее действенных механизмов привлечения неспекулятивного капитала является устойчивое формирование стоимости для поставщиков капитала в долгосрочной перспективе. В то же время, разработка и внедрение системы управления финансами, ориентированной на устойчивый рост стоимости компании, требует учета ряда особенностей функционирования российского рынка капитала, таких, как высокая волатильность, низкий уровень ликвидности, слабая форма (в терминах Ю. Фамы) информационной эффективности.

Актуальность анализа проблемы приращения фундаментальной и рыночной стоимости российских компаний в практической плоскости непосредственно следует из необходимости выявления факторов, обуславливающих возможность мобилизации средств инвесторов-резидентов и повышения эффективности распределения финансовых ресурсов в целом. В теоретической плоскости актуальность изучаемой проблемы обусловлена тем, что в литературе практически полностью отсутствуют эмпирические количественные оценки влияния отдельных факторов на стоимость отечественных компаний и показатель акционерной доходности, полученные на основе продвинутых методов эконометрического анализа репрезентативных баз данных с учетом потенциальной эндогенности переменных.

Актуальным представляется выявление воздействия решений в рамках инвестиционной политики компании (инвестиционные драйверы) и решений по привлечению финансирования (финансовые драйверы) на капитализацию компаний в условиях отечественного рынка капитала, разработка инструментов имплементации системы стоимостного управления корпоративными финансами, ориентированной на долгосрочный рост капитализации, в рамках финансовой структуры предприятия, позволяющей управлять центрами приращения стоимости компании и учитывающей ограничения несовершенного рынка капитала.

Большое значение имеет выявление действенных инструментов снижения агентских издержек, влекущих сокращение потенциала формирования фундаментальной стоимости по причине расхождения интересов агентов (менеджеров) и акционеров. Без полноценного функционирования подобных инструментов мобилизация финансовых средств инвесторов-резидентов через

их вложения в собственный капитал отечественных компаний не представляется возможной.

**Степень разработанности проблемы.** Теоретико-концептуальному исследованию процесса формирования фундаментальной и рыночной стоимости компании посвящены работы А. Долгоффа, А. Раппопорта, Б. Стюарта, Д. Стерна, Д. Янга, Дж. Гранта, Дж. МакТаггарта, Е. Отгосона, П. Фернандеса, С. Майерса, С. О'Бирна, Т. Коллера, Т. Коуплэнда, Т. Мэддена, Э. Блэка, Э. Ольсена. Эмпирический анализ факторов, влияющих на рыночную оценку компаний в условиях развитых рынков капитала, представлен в исследованиях К. Френча, А. Клейдона, Б. Холла, Г. Биддла, З. Гриличиса, И. Панди, К. Чуа, Л. Чена, П. Малигетти, Р. Ла-Порты, С. Томсена, Т. Педерсена, У. Фрухана, Х. Жао, Ю. Фамы.

В отечественной научной литературе значительный вклад в исследование проблем формирования системы управления финансами, ориентированной на рост стоимости компании, внесен Д.Л. Волковым, А.В. Бухваловым, И.В. Ивашковской, М.А. Федотовой, Т.В. Тепловой, И.В. Никитушкиной, Ю.Я. Еленевой.

Концепция эффективности рынка капитала в современной финансовой теории основывается на трудах А. Коулса, Б. Мандельброта, Д. Гибсона, Л. Башелье, М. Дженсена, М. Кендалла, П. Самуэльсона, Т. Боллерслева, У. ДеБондта, Х. Воркинга, Ю. Фамы. Работы отечественных исследователей по проблемам эффективности рынка капитала главным образом направлены на статистическое тестирование уровня эффективности отечественного фондового рынка, среди которых следует отметить исследования А.Н. Леонидова, А.Н. Ширяева, В.Ю. Найливайского, Е.А. Федоровой, Е.В. Гиленко, Е.Н. Алифановой, И.С. Иванченко, М.А. Лимитовского, Н.Э. Петросян.

Изучению влияния инвестиционных решений на рыночную стоимость посвящены исследования Н. Маджлуфа, О. Бланчарда, Р. Барро, Р. Морка, Р. Хуббарда, Р. Штульза, С. Майерса, С. Фаззари. Исследованию воздействия корпоративных решений по привлечению источников финансирования с позиции роста стоимости компании посвящены работы Дж. Грэхема, Л. Зингалеса, М. Гедерта, М. Миллера, М. Росса, П. Брауна, Р. Болла, Р. Доббса, С. Раджана, Т. Коллера, Ф. Модильяни.

Хотя в литературе представлено достаточно большое количество теоретико-концептуальных и эмпирических работ по проблеме приращения стоимости компании, они выполнены главным образом на основе данных компаний, представляющих развитые рыночные экономики, и их рекомендации основываются на предпосылке эффективного функционирования рынка капитала. Вместе с тем, особенности управления финансами, ориентированного на рост акционерной стоимости, на несовершенном рынке капитала по-прежнему недостаточно исследованы. В частности, не проведено исследование специфики стоимостного управления финансами в условиях волатильного,

низколиквидного, информационно слабоэффективного рынка капитала, не представлены количественные оценки воздействия факторов и драйверов стоимости на капитализацию отечественных компаний и на показатель акционерной доходности, не нашла полного решения проблема разработки компенсационных планов, стимулирующих устойчивый рост стоимости компании в условиях несовершенного рынка капитала.

Актуальность и практическая значимость названных проблем определили выбор темы, объекта и предмета исследования, а также цель и задачи диссертационного исследования.

**Цель и задачи исследования.** Цель диссертационной работы заключается в получении эмпирических оценок влияния внутренних (драйверы) и внешних факторов, определяющих рыночную оценку стоимости отечественных компаний, а также в адаптации инструментария управления финансами, ориентированного на рост стоимости компании, к применению в условиях несовершенного рынка капитала.

Для достижения указанной цели в диссертационном исследовании были поставлены и решены следующие **задачи**:

1. Рассмотреть основы процесса формирования стоимости бизнеса, выявить факторы и драйверы прироста стоимости акционерного капитала компании.

2. Проанализировать концепцию эффективности рынка капитала в контексте системы управления финансами, ориентированного на долгосрочный рост капитализации.

3. Выявить специфику управления финансами компании в плане привлечения источников финансирования и инвестиционной политики в условиях несовершенного рынка капитала.

4. Эмпирически исследовать факторы рыночной оценки российских публичных компаний.

5. Оценить влияние инвестиций в различные классы активов на рыночную стоимость отечественных компаний, а также определить движущие факторы инвестиционной активности российских компаний.

6. Обосновать инструменты проектирования и имплементации системы управления финансами компании, ориентированной на управление центрами формирования стоимости бизнеса.

7. Разработать рекомендации по построению систем стимулирования приращения стоимости компании, применимых в условиях несовершенного рынка капитала.

**Объектом исследования** выступили российские компании реального сектора экономики.

**Предметом исследования** являются экономические отношения, складывающиеся в процессе формирования стоимости компании, а также

методический инструментарий системы управления финансами компании, направленной на долгосрочный рост капитализации.

**Теоретико-методологической основой диссертационного исследования** послужили работы российских и зарубежных исследователей по проблемам оценки бизнеса, управления корпоративными финансами, эффективного функционирования рынка ценных бумаг, формирования стоимости компании.

Аналитическим инструментарием диссертационного исследования выступили как общенаучные методы системного и сравнительного анализа, индукции и дедукции, позитивный и нормативный подходы, так и методы эконометрического анализа. В частности, были использованы параметрические и непараметрические тесты, линейные и нелинейные регрессии (пробит- и тобит-модели) для анализа панельных данных, включая модели с фиксированными эффектами, со случайными эффектами, сквозные регрессии. Применение подобных методов позволяет говорить об обоснованности полученных количественных оценок, сделанных выводов и рекомендаций. Статистическая обработка и управление базами данных были осуществлены с помощью пакетов прикладных программ STATA 12.0, SPSS Statistics 17.0.

**Информационной базой** исследования выступили результаты предыдущих теоретических и эмпирических работ российских и зарубежных авторов. Для формирования выборочной совокупности использовались базы данных «Системы профессионального анализа рынков и компаний СПАРК» по финансовой отчетности российских компаний, их регистрационной информации, базы данных информационной платформы ММВБ по котировкам акций компаний, а также данные федеральных ведомств (Росстат, ФНС), раскрываемая компаниями информация.

**Содержание диссертационного исследования соответствует** пунктам 5.1 «Теория, методология и концептуальные основы формирования стоимости различных объектов собственности», 3.25 «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования», 3.5 «Управление финансами хозяйствующих субъектов: методология, теория; трансформация корпоративного контроля», Паспорта ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

**Научная новизна исследования** заключается в эмпирическом выявлении и обосновании факторов, определяющих рыночную оценку стоимости отечественных компаний, а также в развитии инструментария управления финансами компании, ориентированного на рост её стоимости, в контексте специфики российского рынка капитала, что конкретизируется в следующих положениях:

1. Уточнены использованные в рамках настоящего исследования понятия «несовершенный рынок капитала», «акционерная стоимость», «драйвер стоимости компании». Под несовершенным рынком капитала

понимается рынок, характеризующийся слабой формой информационной эффективности (в терминах Ю. Фамы), низким уровнем ликвидности, высокой волатильностью. Термин «акционерная стоимость» предполагает рассмотрение стоимости (ценности) компании с точки зрения ее акционеров; характеризуется выгодами, которые акционеры могут реализовать от инвестирования в данную компанию. Понятие «драйвер стоимости компании» предполагает осознанную направленность усилий менеджмента на максимизацию акционерной стоимости. Выявлены также основные этапы становления концепции рыночной эффективности в процессе развития подходов к моделированию финансовых рядов (котировки акций, процентные ставки, курсы валют) на основе различных стохастических распределений. Обоснованы институциональные, правовые и культурные факторы, которые выступают необходимым условием сближения фундаментальной и рыночной стоимости отечественных публичных компаний.

2. Выявлены особенности управления финансами компании, ориентированного на максимизацию акционерной стоимости, в условиях несовершенного рынка капитала. Определено, что в рамках реализации политики по привлечению источников финансирования менеджмент может улучшить условия сделок по финансированию через использование таких инструментов, как кросс-листинг на более эффективных фондовых площадках, выпуск смешанных форм ценных бумаг; в то же время, более важным становится фактор времени выпуска ценных бумаг, дополнительными ограничениями связаны модели определения требуемой инвесторами доходности. В рамках управления инвестиционной деятельностью несовершенный рынок капитала порождает проблемы «синдрома безответственности» и неблагоприятного отбора в принятии инвестиционных проектов, обуславливает высокие агентские издержки и транзакционные затраты, чувствительность инвестиционной активности к доступности внутренних фондов возрастает с ростом спреда издержек внешнего финансирования по сравнению с внутренним. Также обосновано использование инструментов финансового сигнализирования (выкуп акций, исполнение менеджментом опционов, дивидендная политика и др.) как механизма снижения информационной асимметрии между инсайдерами (менеджмент, мажоритарные акционеры) и аутсайдерами (прочие инвесторы).

3. Разработаны эконометрические модели влияния фундаментальных факторов формирования стоимости бизнеса (уровень прибыльности, риск, характеристики структуры собственности, отраслевые эффекты, макроэкономическая конъюнктура, индивидуальные характеристики) на рыночную оценку акционерного капитала российских компаний и на показатель полной акционерной доходности. Полученные результаты демонстрируют, что около 2/3 объяснительной силы моделей определяется макроэкономической конъюнктурой, а не индивидуальными характеристиками

компаний. Группа финансовых драйверов стоимости (рентабельность, уровень финансового левериджа, инвестиции, уровень рисковости) положительно коррелирована со стоимостью компании. Государственные компании торгуются с некоторым дисконтом, а представленные в структуре собственности иностранным акционером – с некоторой премией к рынку. Не обнаружено зависимости между степенью концентрации собственности и стоимостными мультипликаторами. Контрольные переменные (размер, возраст компании, эффекты отдельных секторов экономики) статистически значимо связаны с индикаторами формирования акционерной стоимости. Индивидуальные характеристики компаний имеют большее значение в объяснении рыночной оценки компании, чем в объяснении показателя акционерной доходности.

4. Получены количественные оценки относительной силы воздействия инвестиций компании в материальные (основные средства, оборотный капитал), нематериальные и финансовые активы (кратко- и долгосрочные) на её рыночную стоимость в условиях российского финансового рынка. Показано, что инвестиции в нематериальные активы наиболее тесно связаны с акционерной доходностью; инвестиции в новое оборудование позитивно, а инвестиции в долгосрочные финансовые активы негативно коррелированы с капитализацией компании. Не было обнаружено положительного влияния на стоимость компании вложений в оборотный капитал; компании, наиболее активно вкладывающие в оборотный капитал, даже торгуются на рынке с некоторым дисконтом. Инвестиции в долгосрочные финансовые инструменты негативно ассоциируются с оценкой стоимости компании. Кроме того, проведен анализ факторов инвестиционной активности отечественных компаний. Полученные результаты демонстрируют, что на отечественном рынке капитала доступность внутренних источников финансирования обладает наибольшей объяснительной силой в описании приростных инвестиций. Уровень финансового левериджа позитивно ассоциируется с инвестиционной активностью, что демонстрирует тесную зависимость финансовых и инвестиционных решений. Возраст компании связан с инвестиционной активностью нелинейно, существенным ограничением инвестиционной активности выступает доступность дополнительного заемного капитала.

5. Предложен авторский подход к формированию и имплементации системы управления финансами компании на основе драйверов стоимости компании. В рамках данного подхода центральное место занимают: идентификация ключевых драйверов стоимости и механизмов воздействия на них; использование интегрированной стоимостной системы АВ-костинга для распределения на отдельные продукты вмененных издержек на собственный капитал; обеспечение мониторинга процесса формирования акционерной стоимости проводится через интеграцию стоимостных показателей в системы внутрифирменного бюджетирования и контроллинга; формирование системы



поощрений, стимулирующей устойчивое приращение акционерной стоимости в условиях несовершенного финансового рынка и принимающей в учет стоимость создаваемых реальных опционов. В рамках финансовой структуры компании также предлагается выделение «центра формирования акционерной стоимости» в ранг отдельного центра финансовой ответственности.

#### **Теоретическая и практическая значимость исследования.**

Теоретическая значимость полученных результатов диссертационной работы состоит в получении концептуально непротиворечивых и эмпирически обоснованных оценок факторов, определяющих процесс создания стоимости для акционеров в условиях отечественного рынка капитала. Полученные количественные оценки также могут служить вкладом в формирование эмпирической базы по проблемам стоимостного управления корпоративными финансами на несовершенном рынке капитала. Практическая значимость полученных результатов обусловлена возможностью использования основных положений и рекомендаций диссертационного исследования как менеджментом в целях повышения эффективности управления финансами в условиях отечественного рынка капитала, так и органами государственной власти в сфере регулирования финансов коммерческих организаций.

**Апробация результатов исследования.** Основные положения и выводы диссертационной работы были изложены и получили положительные отзывы на ряде международных и всероссийских научных конференций. В частности, основные результаты диссертационного исследования были отмечены дипломами победителя Всероссийского конкурса научно-исследовательских работ Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова (г. Москва, 2012 г.) и Международного конкурса «Корпоративное управление и инвестиции в глобальной экономике» (г. Екатеринбург, 2014 г.).

Основные положения исследования нашли применение в разработке учебно-методического обеспечения и проведении семинарских занятий по дисциплинам «Корпоративные финансы», «Финансы многонациональных компаний», «Современные проблемы корпоративных финансов», «Эмпирические исследования в экономике» в Казанском (Приволжском) федеральном университете.

Основные положения и выводы диссертационной работы отражены в 12 публикациях общим объёмом 7,1 п.л. (авторские 4,5 п.л.), в том числе 7 статей представлены публикациями в журналах, рекомендованных ВАК РФ, из которых 4 статьи опубликованы в изданиях, реферируемых системой Scopus.

**Структура диссертационной работы** состоит из введения, трех глав, включающих 9 параграфов, заключения, списка использованных источников и приложений. Общий объем работы составляет 191 страницу, работа содержит 22 рисунка, 22 таблицы и 20 приложений. Список использованной литературы включает 252 источника. Блок-схема диссертационного исследования представлена на рисунке 1.

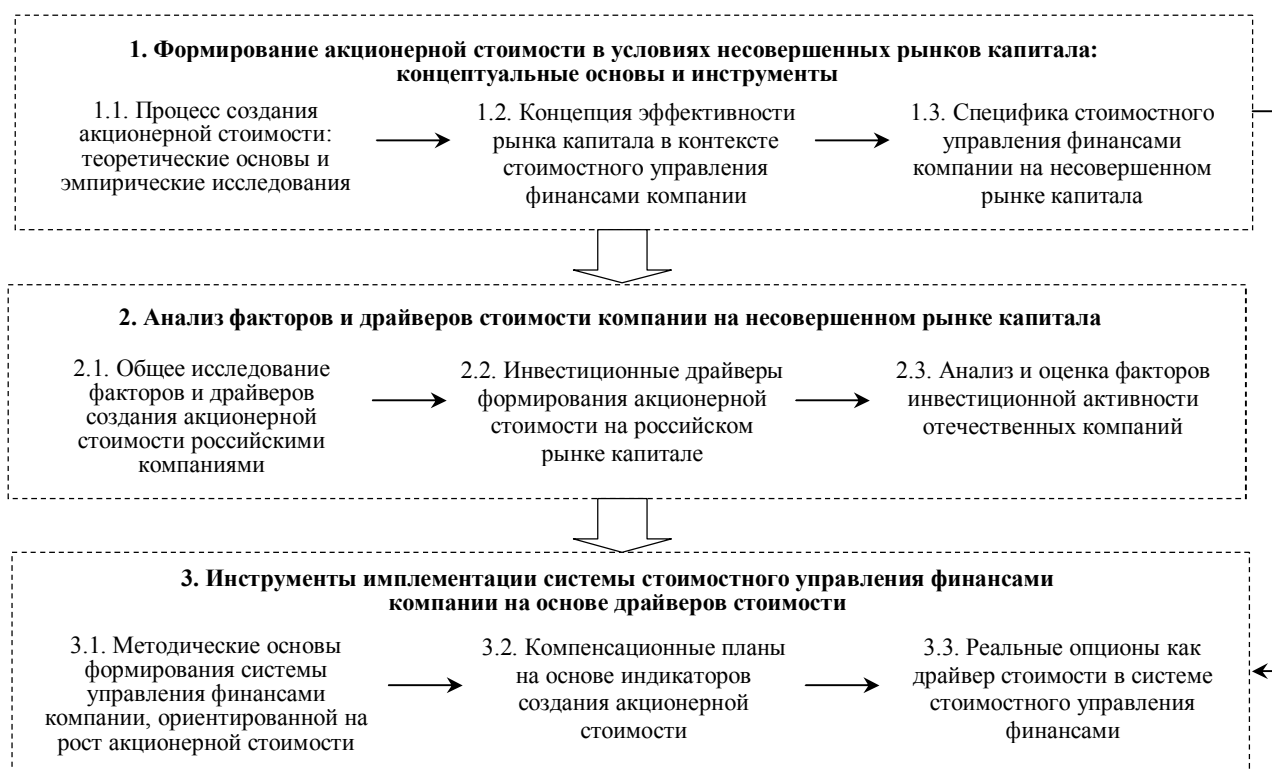


Рис. 1. Блок-схема диссертационного исследования

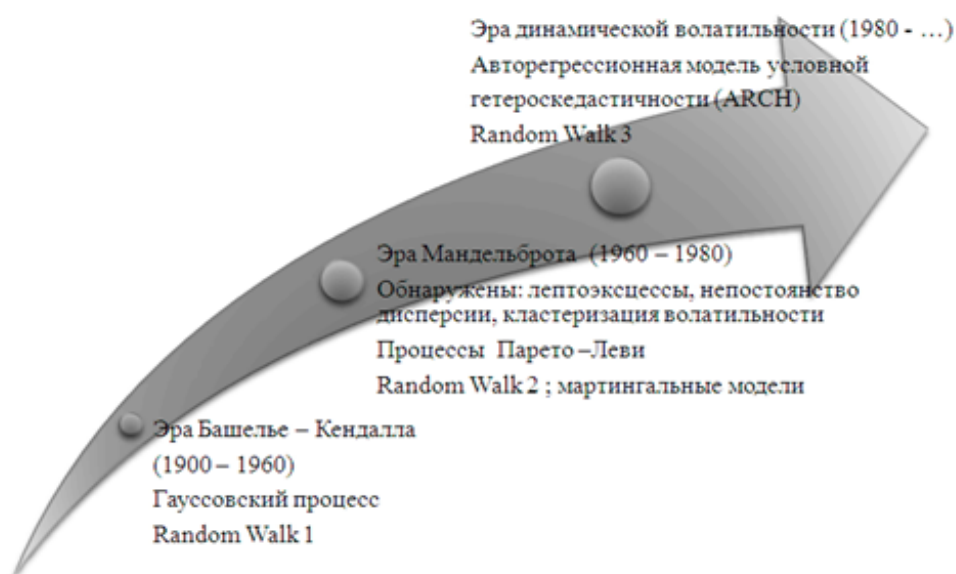
## II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

**1. Уточнены использованные в рамках настоящего исследования понятия «несовершенный рынок капитала», «акционерная стоимость», «драйвер стоимости компании». Выявлены основные этапы становления концепции рыночной эффективности в процессе развития подходов к моделированию финансовых рядов на основе различных стохастических распределений. Обоснованы институциональные, правовые и культурные факторы, которые выступают необходимым условием сближения фундаментальной и рыночной стоимости отечественных публичных компаний.**

Уточнены использованные в рамках настоящего исследования понятия «несовершенный рынок капитала», «акционерная стоимость», «драйвер стоимости компании». Под несовершенным рынком капитала понимается рынок, характеризующийся слабой формой информационной эффективности (в терминах Ю. Фамы), низким уровнем ликвидности, высокой волатильностью. Таким образом, несовершенный рынок капитала не является достаточно эффективным институтом распределения финансовых ресурсов. «Акционерная стоимость» – стоимость (ценность) компании с точки зрения акционеров; характеризуется выгодами, которые акционер может реализовать от инвестирования в данную компанию; понятие используется в контексте процесса приращения стоимости акционерного капитала по аналогии с

понятием «экономическая добавленная стоимость». Понятие «драйвер стоимости компании» предполагает осознанную направленность усилий менеджмента на максимизацию акционерной стоимости; в то же время, выделяются и «факторы стоимости компании», которые оказывают влияние на стоимость компании независимо от действий менеджмента.

Концепция рыночной эффективности рынка капитала базируется на более ранних работах, направленных на моделирование вероятностной структуры финансовых рядов (доходность акций, курсы валют, процентные ставки и др.). Ученые результативно применяли различные стохастические модели на основе моделей случайного блуждания (random walk) для описания цен на акции. Прямым следствием качественной аппроксимации финансовых рядов данными моделями выступает обоснование непредсказуемости изменения цен в будущем (рисунок 2). В свою очередь, подобная непредсказуемость, по определению, суть необходимое условие информационной эффективности рынка капитала (если динамика изменения цен на акции может быть предсказана – значит не вся информация отражена в её цене сегодня).



**RW 1:** Случайная величина  $X_t$  блуждает случайно со смещением  $\mu$ , если:

$X_{t+1} = X_t + \mu + \xi_{t+1}$ , где  $\xi_{t+1}$  – случайные величины, которые распределены одинаково и независимо,  $E_t \xi_{t+1} = 0$ ,  $Var_t \xi_{t+1} = \sigma^2$ ,  $Cov_t(\xi_i, \xi_j) = 0$ .

Тогда цены на финансовые активы  $P_t$ :  $P_{t+1} = P_t + \xi_{t+1}$ ,  $\xi_{t+1} \sim IID(0; \sigma^2)$ .

**RW 2:** приращения финансовых рядов  $\xi_{t+1}$  распределены независимо, но не одинаково:  $P_{t+1} = P_t + \xi_{t+1}$ ,  $\xi_{t+1} \sim INID(0; \sigma_t^2)$ .

**RW 3:**  $\xi_{t+1}$  распределены не независимо и не одинаково; простым примером процесса, который удовлетворяет условиям RW3, но не RW1 и RW2, является процесс, для которого:  $Cov_t(\xi_i, \xi_j) = 0$ ,  $Cov_t(\xi_i^2, \xi_j^2) \neq 0$ .

Рис. 2. Моделирование финансовых рядов и концепция рыночной эффективности

В условиях информационно эффективных рынков капитала ожидаемая доходность финансового актива должна быть равна издержкам альтернативного инвестирования в активы данного класса риска; иными словами, рыночная цена должна быть тождественна фундаментальной стоимости. Как показал обзор релевантных эмпирических исследований, результаты тестирования отечественного рынка капитала достаточно противоречивы. Мы же придерживаемся позиции, согласно которой отечественный рынок эффективен по крайней мере в слабой (в терминах Ю. Фамы) форме эффективности.

Для сближения фундаментальной и рыночной стоимости отечественных публичных компаний необходимо соблюдение ряда условий, обеспечивающих:

- институциональные условия; данная категория включает уровень развитости институциональной среды, механизмы раскрытия компаниями информации, инструменты обеспечения достоверности и верификации раскрываемой информации;

- правовые условия; данная категория включает требования защиты прав миноритарных акционеров (права на получение информации о результатах деятельности компании и её фундаментальной стоимости, защита от возможных сделок с заинтересованностью, проводимых инсайдерами);

- культурные условия; данная категория предполагает наличие высокого уровня «контрактного» доверия.

**2. Выявлены особенности управления финансами компании, ориентированного на максимизацию акционерной стоимости, в рамках реализации политики по привлечению источников финансирования и инвестиционной деятельности в условиях несовершенного рынка капитала. Обосновано использование инструментов финансового сигнализирования как механизма снижения информационной асимметрии между инсайдерами (менеджмент, мажоритарные акционеры) и аутсайдерами (прочие инвесторы).**

Современные инструменты управления финансами, ориентированного на рост стоимости компании, базируются на предпосылке эффективности рынка капитала. Однако слабая форма информационной эффективности, низкий уровень ликвидности и высокая волатильность российского рынка капитала делают необходимым принятие в учет данных особенностей в формировании системы управления корпоративными финансами.

Рисунок 3 суммирует особенности управления финансами компании в рамках реализации политики по привлечению источников финансирования (финансовые драйверы) и инвестиционной деятельности (инвестиционные драйверы) в условиях несовершенного рынка капитала.

Выявлены наиболее важные следствия нарушений эффективной работы рынков капитала, влияющие на решения по привлечению источников финансирования:

– могут возникать дополнительные возможности по улучшению сделок по привлечению финансовых ресурсов через использование таких инструментов, как кросс-листинг на более эффективных фондовых рынках, выпуск смешанных форм ценных бумаг (например, конвертируемых облигаций);

– более важным становится фактор времени эмиссии ценных бумаг; позиция компании в зависимости от расхождения капитализации от фундаментальной стоимости компании будет следующей: если компания переоценена рынком, то для текущих акционеров будет выгодна немедленная эмиссия акций (либо использование акций для оплаты поглощения), если компания недооценена, то текущие акционеры предпочтут повременить с эмиссией (или выкупить с рынка часть собственных акций);

– решения по финансированию и инвестиционные решения не следует рассматривать порознь; следует учитывать, что капитализация выступает прокси-переменной доступности внешнего финансирования;

– нарушения эффективной работы рынков капитала накладывают дополнительные ограничения на ряд моделей, которые широко используются в управлении корпоративными финансами, таких как модель CAPM, модель арбитражного ценообразования (применяются для количественной оценки требуемого инвесторами уровня доходности), модель оценки реальных опционов Блэка-Шоулза-Мертон (применяется в анализе инвестиционных проектов).



Рис. 3. Несовершенства рынка капитала и управление финансами, ориентированное на рост стоимости компании

Необходимо также принимать в учет влияние несовершенного рынка капитала на управление инвестиционной деятельностью компании:

- асимметрия информации между инсайдерами и кредиторами ведет к более высоким издержкам привлечения заемного капитала (кредиторы требуют дополнительной премии за риск того, что часть важной информацией была скрыта), что, в свою очередь, может обусловить отклонение инвестиционных проектов меньшего уровня рисковости относительно благополучными компаниями (проблема «неблагоприятного отбора»); в то же время, названная выше проблема может побудить компании к принятию проектов наибольшего уровня риска с намеренным «переносом» части рисков на кредиторов («синдром безответственности»);

- более высокие агентские издержки; менеджмент может пойти на принятие сомнительных с экономической точки зрения инвестиционных проектов, в то время как мониторинг в условиях высокой информационной асимметрии затруднен;

- компании могут предпочесть самостоятельное инвестирование в непрофильные сферы деятельности аутсорсингу в условиях крайне высоких транзакционных издержек на рынке;

- высокий спрэд издержек финансирования из внутренних и внешних источников вынуждает менеджеров в большей степени полагаться на внутреннее финансирование.

Кроме того, инсайдеры обладают наиболее полной информацией о компании и могут задействовать коммуникационную политику в целях «корректировки» неверной рыночной оценки компании. Так, если инсайдеры убеждены в том, что компания недооценена рынком, они могут использовать инструменты финансового сигнализирования. Главным инструментом коммуникации с аутсайдерами является политика корпоративной транспарентности. Однако наиболее убедительными сигналами будут реальные корпоративные действия инсайдеров, такие как выкуп собственных акций, внутренний управленческий выкуп акций.

**3. Разработаны эконометрические модели влияния фундаментальных факторов формирования стоимости бизнеса (уровень прибыльности, риск, характеристики структуры собственности, отраслевые эффекты, макроэкономическая конъюнктура, индивидуальные характеристики) на рыночную оценку акционерного капитала российских компаний и на показатель полной акционерной доходности.**

В рамках моделирования относительной силы влияния факторов и драйверов акционерной стоимости на капитализацию отечественных компаний и на величину реализованной акционерной доходности получены следующие основные результаты:

– общеэкономическое положение выступает более мощным фактором рыночной стоимости компании по сравнению с индивидуальными характеристиками компании (около 2/3 объяснительной силы моделей определяется макроэкономической конъюнктурой);

– группа финансовых драйверов стоимости (рентабельность, уровень финансового левериджа, инвестиции, уровень рисковости) позитивно коррелирована с капитализацией компании и показателем полной акционерной доходности; например, более высокая на 10% рентабельность активов, при прочих равных, ассоциировалась с большим на 0.085 мультипликатором цена/балансовая стоимость и с большей на 6% акционерной доходностью; большая на 10% доля долга в структуре капитала, при прочих равных, обуславливает более высокое значение мультипликаторов цена/балансовая стоимость и цена/прибыль на 0.09 и на 0.97 соответственно, более высокую на 2.3% акционерную доходность;

– характеристики структуры собственности оказывают воздействие на рыночную оценку компании; государственные компании торгуются с некоторым дисконтом, а представленные в структуре собственности иностранным акционером – с некоторой премией к рынку;

– не обнаружено зависимости между степенью концентрации собственности и стоимостными мультипликаторами, однако переменная концентрации собственности отрицательно ассоциируется с величиной акционерной доходности;

– контрольные переменные (размер, возраст компании, эффекты отдельных секторов экономики) статистически значимо связаны с индикаторами формирования акционерной стоимости;

– индивидуальные характеристики компаний имеют большее значение в объяснении рыночной оценки компании, чем в объяснении показателя акционерной доходности.

Исследование относительной силы воздействия фундаментальных факторов стоимости бизнеса на капитализацию российских компаний базировалось на эконометрическом анализе по панельным данным; анализируемая нами выборочная совокупность была сформирована на основе данных по российским публичным компаниям нефинансового сектора за период 2004-2012гг.; выборочная совокупность основывалась на данных по 107 имеющим листинг на ММВБ компаниям. Прикладная значимость подобного анализа заключается, прежде всего, в том, что он помогает менеджерам высветить драйверы формирования стоимости компании на несовершенном финансовом рынке.

Мы использовали стоимостные мультипликаторы «рыночная цена акции / балансовая стоимость акции» и «цена акции / прибыль на акцию» и показатель полной акционерной доходности в качестве индикаторов создания акционерной

стоимости. Исследуемые нами факторы и драйверы акционерной стоимости, исходя из доступности первичных данных и на основе предыдущих эмпирических работ, были подразделены на три категории:

- группа «финансовые драйверы» (рентабельность, леверидж, риск, инвестиционная активность),
- характеристики структуры собственности (государственная собственность, наличие крупного иностранного акционера, концентрация собственности),
- прочие контрольные переменные (размер, возраст, общеэкономическая конъюнктура, отраслевые эффекты).

В таблице 1 приведена описательная статистика анализируемых переменных и порядок их расчета.

Таблица 1

Описательная статистика, 2004-2012 гг.

Переменная	Описание	Среднее	СКО	Min	Max
Цена / балансовая стоимость	Капитализация / бухгалтерская стоимость собственного капитала	1.21	0.65	0.28	2.63
Цена / прибыль	Капитализация / чистая прибыль компании	11.60	7.83	1.76	32.69
Акционерная доходность	Темп прироста капитализации + дивидендная доходность	0.13	0.58	-0.92	1.92
Рентабельность	Чистая прибыль / совокупные активы	0.07	0.09	-0.25	0.37
Инвестиции	Темп прироста стоимости основных средств	0.19	0.31	-0.36	1.73
Леверидж	Доля долга в структуре финансирования	0.46	0.25	0.00	0.92
Риск	Коэффициент вариации выручки за 2004-2012 гг.	0.52	0.24	0.13	1.27
Гос. собственность	Дамми-переменная, =1 если акционером является правительство; =0 в ином случае;	0.37	0.48	0.00	1.00
Иностранный акционер	Наличие крупного иностранного акционера (1=да; 0=нет)	0.36	0.48	0.00	1.00
Концентрация собственности	Доля владения трех крупнейших акционеров	0.81	0.17	0.32	0.99
Размер	Натуральный логарифм выручки компании	23.77	1.94	13.69	28.93
Возраст	Количество лет со дня регистрации компании	10.32	5.83	1.00	22.00

Для всего периода в среднем мультипликатор цена/балансовая стоимость и цена/прибыль были равны 1.21 и 11.6 соответственно, показатель полной акционерной доходности – 13%. При этом объясняемые переменные в значительной степени волатильны (о чем можно судить по высоким значениям коэффициентов вариации). Рисунок 4 отчетливо демонстрирует подобную волатильность, которая во многом вызвана финансово-экономическим кризисом.

Полученные эмпирические оценки представлены в таблице 2.



Оценка драйверов и факторов стоимости компании<sup>1</sup>

Переменные	Цена / балансовая стоимость		Цена / прибыль		Акциионерная доходность	
	RE	FE	RE	FE	RE	FE
Рентабельность	1.682 (3.22)***	0.850 (1.65)*	-	-	1.135 (4.43)***	0.616 (1.84)*
Лeverидж	1.065 (7.17)***	0.860 (2.37)**	2.378 (1.13)	9.773 (1.94)*	0.234 (2.73)***	0.138 (1.65)*
Инвестиции	0.122 (1.36)	0.086 (0.91)	2.399 (2.02)**	2.156 (1.76)*	0.022 (0.35)	0.026 (0.35)
Риск	0.426 (2.14)**	-	7.148 (2.34)**	-	0.070 (0.82)	-
Гос. собственность	-0.163 (1.71)*	-	1.210 (0.96)	-	0.035 (1.07)	-
Иностранный акционер	0.172 (1.78)*	-	1.932 (1.64)*	-	0.014 (0.40)	-
Концентрация собственности	0.079 (0.32)	-	3.733 (1.10)	-	-0.114 (1.36)	-
Размер	0.095 (3.14)***	-0.150 (1.13)	0.493 (0.99)	-0.584 (0.24)	0.010 (1.69)*	0.048 (0.92)
Возраст	-0.022 (1.65)*	-0.027 (0.79)	0.041 (0.31)	-0.372 (0.95)	0.001 (0.37)	-0.035 (2.22)**
Отраслевые дамми	+	-	+	-	+	-
Дамми времени	+	+	+	+	+	+
Cons.	-1.614 (2.27)**	4.582 (1.51)	-7.619 (0.55)	24.972 (0.43)	-0.124 (0.55)	-0.695 (0.58)
N	401	401	416	416	446	446
R <sup>2</sup> (within)	-	0.46	-	0.14	-	0.57
Wald / F	390.9***	23.1***	77.0***	6.14***	504.4***	39.9***
Breusch-Pagan/ Hausman	66.5***	74.7**	18.5***	131.1***	1.1	11.48

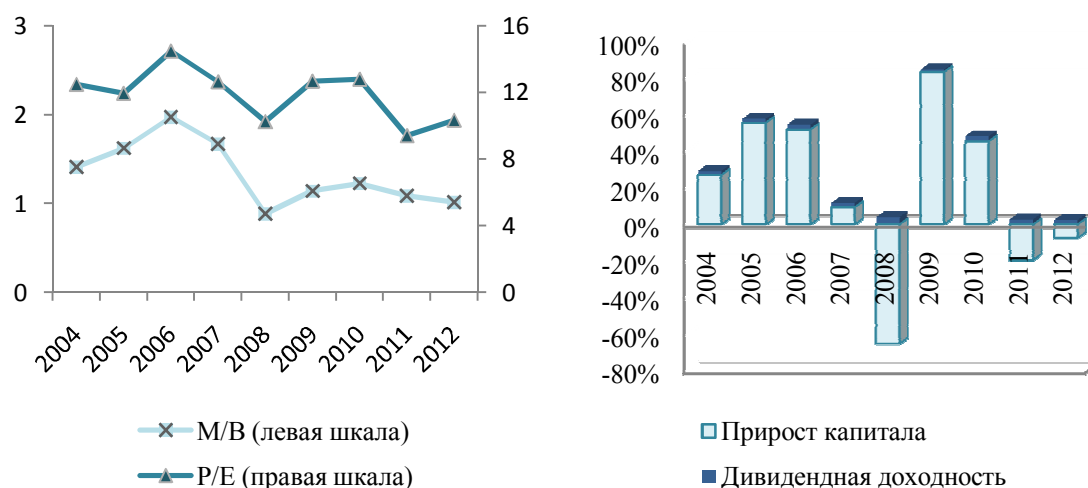


Рис. 4. Динамика средних значений стоимостных мультипликаторов и полной акционерной доходности

<sup>1</sup> Примечания: представлены оценки факторов и драйверов формирования стоимости компании моделей со случайными (RE) и фиксированными (FE) эффектами. Порядок расчета переменных представлен в таблице 1. В скобках представлены значения t-статистик, скорректированных на гетероскедастичность. В модели включены дамми-переменные отраслевой принадлежности (за исключением моделей с фиксированными эффектами) и дамми-переменные времени (года). Статистика Вальда (Wald) и F-статистика используются для тестирования совместной значимости независимых переменных моделей со случайными и фиксированными эффектами соответственно. Тест Бройша-Пагана (Breusch-Pagan) представлен для сравнения моделей со случайными эффектами и сквозных регрессий, тест Хаусмана (Hausman) – для сравнения моделей с фиксированными эффектами и моделей со случайными эффектами.

\*\*\* уровень значимости 1%, \*\* уровень значимости 5%, \* уровень значимости 10%.

Метод анализа состоял из двух частей. В первой части были построены регрессионные модели влияния факторов и драйверов стоимости на стоимостные мультипликаторы и показатель акционерной доходности, во второй части на основе пробит-моделей было оценено влияние факторов и драйверов стоимости на вероятность превышения стоимостными мультипликаторами средних по рынку значений и реализации совокупной акционерной доходности выше среднерыночной.

В таблице 3 обобщены эмпирические результаты тестирования выдвинутых гипотез.

Таблица 3

**Результаты оценки факторов и драйверов стоимости  
российских компаний**

<b>Гипотезы</b>				<b>Результаты</b>
Н1	Конкурентные преимущества (рентабельность активов)	+ →	Стоимость компаний	Подтверждена ( $p < 0.01$ )
Н2	Структура капитала (финансовый леверидж)	+ →	Стоимость компаний	Подтверждена ( $p < 0.01$ )
Н3	Инвестиционная активность	+ →	Стоимость компаний	Частично подтверждена ( $p < 0.1$ )
Н4	Уровень рисковости (волатильность выручки)	+ →	Стоимость компаний	Частично подтверждена ( $p < 0.05$ )
Н5	Государственная собственность	- →	Стоимость компаний	Частично подтверждена ( $p < 0.1$ )
Н6	Мажоритарный иностранный акционер	+ →	Стоимость компаний	Подтверждена ( $p < 0.1$ )
Н7	Концентрированность структуры собственности	- →	Стоимость компаний	Не подтверждена
Н8	Размер компании	+ →	Стоимость компаний	Подтверждена ( $p < 0.1$ )
Н9	Возраст компании	- →	Стоимость компаний	Частично подтверждена ( $p < 0.1$ )
Н10	Отраслевые эффекты, макроэкономическая конъюнктура	→	Стоимость компаний	Выступают важными детерминантами ( $p < 0.01$ )

**4. Получены количественные оценки относительной силы воздействия инвестиций компании в материальные (основные средства, оборотный капитал), нематериальные и финансовые активы (кратко- и долгосрочные) на её рыночную стоимость в условиях российского финансового рынка. Оценено влияние ограничений внутреннего и внешнего финансирования, проводимой финансовой политики, прочих индивидуальных характеристик компаний на инвестиционные расходы российских компаний.**

В продолжение общей оценки факторов формирования стоимости бизнеса был проведен эконометрический анализ влияния инвестиций в реальные (основные средства, оборотный капитал, нематериальные активы) и финансовые активы (долго- и краткосрочные) на стоимость компании в условиях отечественного рынка капитала.

Полученные в рамках регрессионного анализа результаты позволяют сделать следующие основные выводы:

- инвестиции в основные средства (новое оборудование) ведут к более высокой рыночной стоимости компании, но не к большей акционерной доходности;

- мы не обнаружили положительного влияния на стоимость компании вложений в оборотный капитал; компании, наиболее активно вкладывающие в оборотный капитал, даже торгуются на рынке с некоторым дисконтом;

- расширенное инвестирование в нематериальные активы компании оказывает мощное позитивное воздействие на показатель акционерной доходности;

- инвестиции в долгосрочные финансовые инструменты негативно ассоциируются как с рыночной стоимостью компании, так и с величиной акционерной доходности; вместе с тем, не было выявлено статистически значимого влияния на стоимость компании вложений в краткосрочные финансовые активы.

Полученные в моделировании результаты тестирования выдвинутых гипотез в рамках анализа инвестиционных драйверов стоимости обобщены в таблице 4.

Таблица 4

Результаты оценки инвестиционных драйверов стоимости

Гипотезы				Результаты
H1	Инвестиции в новое оборудование	+	Стоимость компании	Подтверждена ( $p < 0.1$ )
H2	Инвестиции в оборотный капитал	+	Стоимость компании	Не подтверждена (отрицательная корреляция)
H3	Инвестиции в нематериальные активы наиболее мощный драйвер	+	Стоимость компании	Частично подтверждена ( $p < 0.05$ )
H4	Долгосрочные финансовые вложения	–	Стоимость компании	Подтверждена ( $p < 0.1$ )
H5	Краткосрочные финансовые вложения	–	Стоимость компании	Не подтверждена

Дальнейший анализ инвестиционных механизмов был направлен уже на оценку основных факторов, ассоциируемых с активностью осуществления приростных инвестиций российскими компаниями. Мы использовали показатели роста стоимости в бухгалтерской оценке основных средств, внеоборотных и совокупных активов как индикаторы инвестиционной

активности компаний. В таблице 5 представлены результаты оценок Tobit-моделей детерминант приростных инвестиций компаний.

Таблица 5

Оценки Tobit-моделей детерминант приростных инвестиций компаний<sup>2</sup>

	Прирост стоимости основных средств		Прирост стоимости внеоборотных активов		Прирост стоимости совокупных активов	
	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.
Рентабельность	0.635	(7.49)***	0.705	(8.67)***	1.175	(16.74)***
Козф. автономии	-0.178	(5.65)***	-0.227	(7.55)***	-0.363	(13.85)***
Рост выручки (лаговый)	0.095	(5.97)***	0.101	(6.61)***	0.069	(5.10)***
Размер	0.011	(1.87)*	0.017	(3.00)***	-0.006	(1.34)
Гос. собственность	-0.003	(0.18)	-0.024	(1.59)	-0.011	(0.92)
Кредитный риск	-0.0016	(3.55)***	0.0004	(1.05)	-0.0007	(2.11)**
Возраст	-0.018	(2.22)**	-0.019	(2.55)**	-0.013	(2.06)**
Возраст <sup>2</sup>	0.0007	(1.94)*	0.0008	(2.40)**	0.0005	(1.59)
Дамми времени						
d2002	0.017	(0.58)	0.008	(0.30)	0.011	(0.44)
d2003	0.022	(0.73)	0.016	(0.55)	0.045	(1.80)*
d2004	-0.019	(0.64)	-0.032	(1.13)	0.045	(1.78)*
d2005	-0.017	(0.58)	-0.008	(0.29)	0.055	(2.17)**
d2006	0.020	(0.66)	0.006	(0.19)	0.086	(3.39)***
d2007	0.091	(2.93)***	0.057	(1.91)*	0.138	(5.33)***
d2008	0.036	(1.12)	0.028	(0.92)	0.071	(2.66)***
d2009	-0.066	(1.96)**	-0.093	(2.88)***	-0.061	(2.20)**
d2010	-0.113	(3.12)***	-0.089	(2.61)***	0.013	(0.45)
d2011	0.072	(1.94)*	-0.040	(1.13)	0.011	(0.37)
Дамми отраслей						
Добыча	0.079	(2.56)**	0.062	(2.14)**	0.004	(0.17)
Строительство	0.109	(3.53)**	0.086	(2.97)***	0.042	(1.81)*
Энергетика	0.074	(2.38)**	0.097	(3.30)***	0.048	(2.09)**
Торговля и услуги	0.051	(2.32)**	0.038	(1.83)*	0.034	(2.14)**
Транспорт	0.056	(1.80)*	0.039	(1.32)	0.029	(1.27)
Пищевая промышл.	0.066	(3.08)***	0.071	(3.55)***	0.076	(4.89)***
Cons.	0.069	(0.72)	0.028	(0.31)	0.410	(5.60)***
Rho	0.07		0.06		0.02	
N. of obs.	4154		4184		4266	
Waldtest	$\chi^2(24)=311.30$ ***		$\chi^2(24)=306.91$ ***		$\chi^2(24)=622.31$ ***	
LRtest	38.82***		30.77***		3.29**	

Метод анализа был ориентирован на исследование приростных инвестиций через модификацию объясняемых переменных и использование тобит-моделирования цензурированных выборок. Поскольку при исследовании инвестиционной активности компаний мы анализировали данные на основе бухгалтерских, а не рыночных показателей, мы смогли существенным образом

<sup>2</sup> Примечания. Представлены оценки Tobit-моделей со случайными эффектами. В скобках приводятся значения t-статистик. Статистика  $\chi^2$  Вальда (Wald) используется для тестирования гипотезы о совместной значимости всех независимых переменных. Критерий отношения правдоподобия (LR test) используется для тестирования Tobit-моделей со случайными эффектами против сквозных (pooled) Tobit-моделей.

\*\*\* уровень значимости 1%, \*\* уровень значимости 5%, \* уровень значимости 10%.

расширить выборку исследования (панель данных) как в пространственном, так и временном измерении. Анализируемая нами выборочная совокупность была сформирована на основе панельных данных по 500 российским компаниям нефинансового сектора за период 2001-2011 гг.

В рамках анализа движущих факторов инвестиционной активности российских компаний были получены следующие основные результаты (в таблице 6 обобщены результаты тестирования выдвинутых гипотез):

- на отечественном рынке капитала доступность внутренних источников финансирования обладает наибольшей объяснительной силой в описании приростных инвестиций;
- уровень финансового левериджа позитивно ассоциируется с инвестиционной активностью, что демонстрирует тесную зависимость финансовых и инвестиционных решений;
- возраст компании связан с инвестиционной активностью нелинейно, существенным ограничением инвестиционной активности выступает доступность дополнительного заемного капитала;
- количественно четко выявляется сокращение приростных инвестиций в условиях финансово-экономического кризиса;
- эффекты отдельных секторов оказывают существенное влияние на инвестиционную активность компаний: при прочих равных, наибольшей инвестиционной активностью характеризовались компании электроэнергетической и строительной отраслей, наименьшей – компании обрабатывающей промышленности.

Таблица 6

Результаты оценки движущих факторов инвестиционной активности

Гипотезы				Результаты
H1	Наличие внутренних источников финансирования	+	Приростные инвестиции	Подтверждена (p<0.01)
H2	Опора на долговое финансирование	+	Приростные инвестиции	Подтверждена (p<0.01)
H3	Лаговый темп роста выручки (теория акселератора)	+	Приростные инвестиции	Подтверждена (p<0.01)
H4	Размер компании	–	Приростные инвестиции	Не подтверждена
H5	Государственная собственность	+	Приростные инвестиции	Не подтверждена
H6	Ограничения внешнего финансирования	–	Приростные инвестиции	Подтверждена (p<0.05)
H7	Возраст компании	∩	Приростные инвестиции	Не подтверждена
H8	Отраслевые эффекты, макроэкономическая конъюнктура	→	Приростные инвестиции	Выступают важными детерминантами (p<0.01)

**5. Предложен подход к формированию и имплементации системы управления финансами компании на основе драйверов стоимости компании. В рамках данного подхода предполагается: модификация**

**традиционных систем калькулирования (предлагается интегрированная система стоимостного управления и АВ-костинга); обеспечение исполнения заданий и мониторинг создания акционерной стоимости через интеграцию стоимостных показателей в системы внутрифирменного бюджетирования и контроллинга; формирование системы поощрений, стимулирующей устойчивое приращение стоимости акционерного капитала в условиях несовершенного финансового рынка и учитывающей стоимость создаваемых реальных опционов.**

В рамках предлагаемого подхода управления финансами компании, ориентированного на рост её стоимости, на стратегическом уровне управления системы бизнес-планирования и распределения ресурсов должны функционировать по принципу «внутреннего рынка капитала», на оперативном уровне управления центральное место занимает идентификация ключевых драйверов стоимости компании и определение степени контроля менеджмента над ними, модификация традиционных систем калькулирования (предлагается интегрированная система стоимостного управления и АВ-костинга, в рамках которой по продуктам распределяются неявные альтернативные затраты использования собственного капитала). Исполнение заданий и мониторинг должны обеспечиваться через интеграцию показателей формирования стоимости компании в системы внутрифирменного бюджетирования и контроллинга. В рамках финансовой структуры могут также обособленно формироваться «центры формирования стоимости компании». Подобные центры создаются на основе одного или нескольких центров инвестиций и осуществляют функции контроля за процессом формирования стоимости бизнеса.

В системе управления финансами компании также обоснована необходимость учета ряда неквантифицируемых в рамках традиционного управленческого методического инструментария, в частности используемых методов оценки эффективности инвестиционных проектов, стратегических выгод (реальных опционов) как дополнительного драйвера стоимости, в зависимости от которого, в том числе, рассчитываются стимулирующие выплаты менеджменту. Также предлагается использование подхода на основе реальных опционов для обоснования таких финансовых решений, как оптимизация портфеля реальных инвестиций, риск-менеджмент, финансовая политика.

Рассмотрен процесс внедрения систем вознаграждений, стимулирующих менеджмент к максимизации приращения стоимости акционерного капитала, в контексте агентской теории (через призму двух основных подходов «оптимального контракта» и «власти менеджмента»). Обобщены преимущества и ограничения стимулирующих выплат, определяемых на основе рыночных и расчетных данных (таблица 7).

Таблица 7

**Преимущества и ограничения компенсационных планов на основе  
рыночных и расчетных данных**

<b>Компенсационные планы</b>	<b>Преимущества</b>	<b>Ограничения</b>
<i>1. На основе рыночных данных:</i>		
фантомные акции	<ul style="list-style-type: none"> <li>сведение воедино интересов менеджмента и акционеров;</li> <li>простота и гибкость;</li> <li>сохранение контроля</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>проблема «переинвестирования»;</li> <li>дестимулирование выплаты дивидендов</li> </ul>
опционные программы	<ul style="list-style-type: none"> <li>стимулирование максимизации стоимости компании;</li> <li>эффективность как долгосрочного мотивационного инструмента</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>стимулирование рискованного поведения (природа опциона – потери ограничены, а потенциальный выигрыш не ограничен);</li> <li>сложности определения справедливой цены исполнения опциона;</li> <li>сложность организационных процедур</li> </ul>
акционирование менеджмента	<ul style="list-style-type: none"> <li>доходы (дивиденды и прирост капитала) менеджмента и акционеров формируются одинаково;</li> <li>линейный характер зависимости «выплат» от капитализации компании</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>эффективность определяется не долей владения компанией, а долей в индивидуальном богатстве менеджера</li> </ul>
<i>2. На основе расчетных индикаторов:</i>		
на основе бухгалтерских показателей	<ul style="list-style-type: none"> <li>простота и понятность;</li> <li>возможность использования на разных уровнях управления</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>стимулируется не создание акционерной стоимости, а максимизация бухгалтерских показателей;</li> <li>не учитывается категория риска;</li> <li>ориентация на краткосрочную перспективу</li> </ul>
на основе стоимостных индикаторов	<ul style="list-style-type: none"> <li>ориентация на максимизацию фундаментальной стоимости;</li> <li>измеряемость на дивизиональном уровне;</li> <li>возможен учет неосознаваемых активов</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>неоднозначность эмпирических результатов аппроксимации стоимостными индикаторами фактического прироста стоимости компании;</li> <li>не учитываются будущие (за пределами периода оценивания) денежные потоки;</li> <li>возможность манипуляции показателями</li> </ul>

В условиях несовершенного рынка капитала имплементация компенсационных программ на основе рыночных показателей связано с рядом дополнительных ограничений. Если рынок волатилен и не может дать справедливую оценку стоимости компании, стимулы для менеджера будут сильно ослаблены; становится вполне реализуем сценарий «наказание невиновных, награждение непричастных» в терминах рыночной оценки. Был предложен механизм формирования системы вознаграждения, стимулирующей устойчивый прирост стоимости бизнеса в долгосрочной перспективе и применимой в условиях несовершенного рынка капитала. Система базируется на основе стоимостных расчетных индикаторов стоимости с возможностью интеграции выплат с учетом рыночных данных.

В основе определения целевого показателя выплат менеджменту используется предложенная С. Майерсом и модифицированная Д. Янгом и С. О'Бирном (на основе показателя экономической добавленной стоимости EVA)

декомпозиция стоимости компании на величину инвестированного капитала, приведенное значения текущего EVA как бессрочного аннуитета и приведенную стоимость всех ожидаемых улучшений EVA (опцион роста):

$$MV = [IC + (EVA_0/WACC)] + PV_{\Delta EVA_s}, \quad (1)$$

где  $MV$  – рыночная стоимость компании;  $IC$  – инвестированный капитал;  $EVA_0$  – текущая EVA;  $WACC$  – средневзвешенная стоимость капитала;  $PV_{\Delta EVA_s}$  – текущая стоимость годовых улучшений EVA.

Компенсационные выплаты менеджменту исчисляются как целевой бонус плюс фиксированная доля ( $y\%$ ) улучшения EVA (фактического показателя минус ожидаемого рынком  $EVA_{exp}$ ).

$$\text{Бонус} = \text{целевой бонус} + y\%(EVA - EVA_{exp}). \quad (2)$$

При таком подходе, менеджеры получают целевой бонус, если они достигают уровня эффективности, уже заложенного в рыночную стоимость акций компании (через ожидания инвесторов) в начале периода измерений. Если менеджеры превосходят ожидания рынка, они получают сумму, превышающую целевой бонус, если же результаты ниже ожидаемых, сокращается и бонус. Повышение устойчивости процесса формирования стоимости бизнеса может достигаться через создание «бонусного банка» для отсрочки выплаты бонусов. Другой способ заключается в разработке долгосрочных компенсационных планов на базе многолетних достижений в создании экономической прибыли.

### III. ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

#### Статьи в изданиях, рекомендованных ВАК РФ<sup>3</sup>

1. Лебедев О. В. Анализ факторов недооцененности компаний на развивающихся финансовых рынках / О. В. Лебедев // Экономический вестник Республики Татарстан. – 2010. – № 4. – С. 61-66. – 0,5 п.л.
2. Лебедев О. В. Концепция рыночной эффективности: теоретическое и эмпирическое обоснование и роль в создании стоимости / О. В. Лебедев // Корпоративные финансы. – 2011. – № 2 (18). – С. 82-91. – 1 п.л.
3. Лебедев О. В. Исследование мотивов и факторов инвестиционной активности предприятий / М. Р. Сафиуллин, А. Б. Анкудинов, О. В. Лебедев // Проблемы прогнозирования. – 2013. – №4. – С. 126-138. – 1,2 п.л. (0,4 п.л. авт.).
4. Лебедев О. В. Микроэкономический анализ факторов прироста добычи нефти и инвестиционных расходов в нефтяном секторе российской экономики / Ш. М. Валитов, А. Б. Анкудинов, О. В. Лебедев // Нефтяное хозяйство. – 2013. – № 10. – С. 86–89. – 0,4 п.л. (0,2 п.л. авт.).

---

<sup>3</sup> Жирным шрифтом выделены публикации в журналах, реферируемых в библиографической системе Scopus.



5. Lebedev O. V. Institutional environment and value of companies / A. B. Ankudinov, O. V. Lebedev // **World Applied Sciences Journal**. – 2013. – № 23 (11) – С. 1560-1569. – 0,8 п.л. (0,4 п.л. авт.).
6. Лебедев О. В. Детерминанты создания акционерной стоимости российскими компаниями / А. Б. Анкудинов, О. В. Лебедев // **Корпоративные финансы**. – 2014. – № 1 (28) . – С. 33-49. – 1,2 п.л. (0,6 п.л. авт.).
7. Lebedev O. V. Investment drivers of shareholder value creation in large publicly traded Russian companies / A. B. Ankudinov, O. V. Lebedev // **Investment Management and Financial Innovations**. – 2014. – № 11 (2). – С. 77-85. – 1 п.л. (0,5 п.л. авт.).

**Публикации в журналах и сборниках научных трудов, материалах конференций**

8. Лебедев О. В. Эмпирическое исследование факторов стоимости макроуровня / О. В. Лебедев // **Социально-экономические проблемы становления и развития рыночной экономики**. – Казань: КГФЭИ, 2011. – 0,2 п.л.
9. Лебедев О. В. Стоимостное управление в условиях волатильных рынков капитала / О. В. Лебедев // **Современные проблемы глобализации мирового хозяйства и социально культурного развития человека**. – Казань: 2012. – 0,2 п.л.
10. Лебедев О. В. Эмпирический анализ детерминант инвестиционной активности компаний / А. Б. Анкудинов, О. В. Лебедев // **Достижения и перспективы эконометрических исследований в России**, – Казань: 2014. – 0,2 п.л. (0,1 п.л. авт.).
11. Лебедев О. В. Драйверы создания акционерной стоимости в условиях несовершенных рынков капитала / О. В. Лебедев // **Сборник трудов магистрантов и аспирантов ИЭиФ К(П)ФУ**, – Казань: 2014. – 0,2 п.л.
12. Лебедев О. В. Реальные опционы и стоимость компании / О. В. Лебедев // **Современные проблемы глобализации мирового хозяйства и социально культурного развития человека**, – Казань: 2015. – 0,2 п.л.